تبيان الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعد باقرزاده

چکیده
در این تحقیق به بررسی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمینی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۱ و درباره شده است. نمونه مورد بررسی، مشتمل بر ۱۵۸ شرکت تولیدی، از بین ۲۵۲ شرکت تشکیل دهده کل جامعه امارات در قلمرو زمینی تحقیق بوده است. نتایج تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران عمدها تابع مزایا: نظری مزایای دارایی‌های تابع شرکت (دارایی‌های که ارزش و ثبتنمی داشته باشند)، اندازه شرکت و سودآوری آن می‌باشد. نتایج این تحقیق، اگرچه بستگان تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند، اما به نظر می‌رسد شرکت‌های عضو بورس تهران در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، در عمل، سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را طی می‌کنند. مضافاً این که، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، در تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج شرکت، استقراض را به انتشار سهام ترکیج می‌دهند. بنابراین، باعث شده این تحقیق، بخشی از تئوری توافق بایدار ساختار سرمایه‌های شرکت‌های تأیید نمی‌کند.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی،

*دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران

1. Capital Structure
2. Pecking Order Theory
3. Static Trade-Off Theory
4. Free Cash Flow Hypothesis
مقدمة

التصاميم بودجهبدى سرمایهای و تأمین مالی، اصلی ترین حووزهای تصمیم گیری مدیران مالی شرکت‌های سهامی عام به شمار می‌روند (بریلی و ماپر، 1982). این تصمیمات باید در راستای حداکثر کاهش ارزش سهام بزرگترین سهام انتخاذ شوند. به عنوان مثال، آنچه که در تصمیمات بودجه‌بدی سرمایه‌ای، نقش کلیدی ایفا می‌کند، هزینه‌سرمایه‌ی شرکت است؛ زیرا از هزینه سرمایه‌های به عنوان نرخ تنزلی یا جریان‌های نقیض حاصل از پروردهای سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. بنابراین، رشد یا کاهش پروردهای سرمایه‌گذاری پیشنهادی در گرو انتخاب مناسب‌ترین نرخ تنزلی با همان هزینه سرمایه‌ای است. این در حالت است که هزینه سرمایه‌شرکت تابعی از ساختار سرمایه‌ای آن است. بنابراین، انتظار می‌رود تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی (ساختار سرمایه‌ای) بر هزینه سرمایه‌ی و تعادلی ارزش شرکت توسط رشد یا کاهش پروردهای سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلي خالص مثبت یا منفی) تأثیر گذار باشد. لذا سوالاتی که در این ارتباط مطرح می‌باشد عبارتند از این که: آیا ساختار سرمایه‌ای مطلوبی وجود دارد که با پروردهای آن هزینه‌سرمایه‌شرکت حداکثر یا حداقل ارزش شرکت حداکثر یا حداقل سرمایه‌ای وجود دارد، چه عواملی در تعیین آن نقش ایفا می‌کند و مدلی و مودیلی‌یانی در سال 1958 با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاصی، از جمله وجود بارز رقابت کامل، نبود مالیات، باز، آمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالیت‌های بازار سرمایه و چابگرینی منابع تأمین مالی داخلی با خارجی، مدیران نمی‌توانند صرفاً با استفاده ایجاد تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی، ارزش شرکت را تغییر دهند. به عبارت دیگر، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه‌ای آن است (استیفی راس و دیگران، 2002). این نظریه که به نظریه اول مدل و مودیلی‌یانی معروف است به شرح زیر بیان گردیده است: اما فرض عدم وجود

1. Brealey and Myers
2. Cost of Capital
3. Discount Rate
4. Capital and/or Financial Structure
5. Miller and Modigliani (MM)
6. Ross S
تبیین الگوی ساختار سرمایه‌های پذیرفته شده در...

ممالیات بر آرامد، ارزش یک شرکت بدهی دار (اهرمی) با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیراهرمی) بر اساسیت با اینکه نظریات میلر و مودیلیانی از لحاظ تحریکی، منطقی به نظر می‌رسد، اما وجود ممالیات در دنیای واقعی، نظریات این دو اندیشمند را اندکی غیرواقعی بیان می‌دارد و قادر به تشریح یافته‌های تجربی در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها نمود. لذا اندکی بعد (در سال 1963) این دو اندیشمند با لحاظ نمودن عامل ممالیات بر درآمد شرکت (اما نه هزینه‌های ورشکستگی) در نظریات اولیه خود تجدیدنظر نموده و نظریه جدیدی ارائه دادند. در نظریه جدید (که به نظریه دوم میلر و مودیلیانی معروف است)، میلر و مودیلیانی چنین استدلال نمودند که نظر به این که استقراض برای شرکت سپر (مزیت) مالیاتی ایجاد می‌کند، منطقاً با این اندازه‌گیری داشت شرکت‌ها از بین مالیات مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده کنند؛ زیرا استفاده از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. به عبارت دیگر، زمانی که استقراض مزیت مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌شود، ارزش شرکت تابع مستقیم میزان استقراض یا هر مالی آن می‌شود. به چین:

\[ V_L = V_U + TcB \]

معاون ارائه این نظره، پژوهشگران مالی در مقام آزمون تجربی این نظره برآمدند. اما

شواهد و بازنمایی انجام بررسی‌های پژوهشگران حکایت از این داشت که واکنش‌های اقتصادی از این فاصله‌ها تبیین نمی‌کنند؛ به تعبیر یک دیگر، نه تنها واکنش‌های اقتصادی همه مالی، مالی مورد نیاز خود را از محل استقراض تأمین نمی‌کنند بلکه نسبت به‌سرمایه‌های اقتصادی با یکدیگر و حتی این نسبت در بین صنایع مختلف نیز متفاوت است (استیفان راس و دیگران، 2002).

معاون انتشار نظریات اقتصادی میلر و مودیلیانی در سال‌های 1963 و مشاهده‌های رفتار

مناظر شرکت‌ها با پیشینه نظریات میلر و مودیلیانی، نیاز‌های متعادل در خصوص الگوی مطلوب ساختار سرمایه در کشورهای برخوردار از پاژ سرمایه تسویه یافته، ارائه شده‌اند که هر یک عامل با عوامل خاصی را در انتخاب نسبت به‌سرمایه مناسب (ساختار مطلوب سرمایه) دخیل می‌دانند. اما تقریباً با سه‌برند بشر از چهاردهه از انتشار نظریات میلر و مودیلیانی، تاکنون تئوری وحده‌ای شکل نگرفته است که قادر باشد معمای ساختار

1. میلر و مودیلیانی در نظریه‌های زمینه‌ای بین نظریه‌های ارزش نمودن که اگر چه به نظر می‌رسد به‌سرمایه ارزانتر از سرمایه باشد، اما

نمی‌تواند با جایگذاری کردن به‌بهانه شناسی مبانی‌های سرمایه‌های سرمایه‌ها را کاهش داد. علت آن نیز این است که به تدریج که شرکت استقراض بیشتری می‌کند، ریسک حقوق صاحبان سهام خود را افزایش می‌دهد. (کوبلند و وستون، 1992).
دیگر نظرات علمی و تجاری این است که بازار سرمایه آمریکا و چند کشور توسعه‌یافته دیگر نظر انگلیس و زبان محدودی می‌شود. اگرچه موضوع ساختار سرمایه در اقتصاد بازار کشورهای توسعه‌یافته اهمیت و جایگاه خاص خود را دارد، اما هنوز در نظام اقتصادی کشورهای در حال توسعه این موضوع بی‌توجهی و ناهمواری در همه‌ی ایالات و بافتی مانند است. اولین این که، اقتصادهای در حال توسعه اهمیت اندکی را به نظر واحدهای اقتصادی در فراآیند توسعه اقتصادی قائل شده‌اند. بنابراین، اولین اقتصادی بزرگ که در واقع راهبران بالقوه فرانسه صنعتی شدن و توسه در کشورهای کم‌توسعه‌یافته به شمار می‌رودن، در فرهنگ توسه توجه و جایگاه خود را پیدا نکرده‌اند. دوم این که، تقریباً یک دهه اخیر، واحدهای اقتصادی در اغلب کشورهای کم‌توسعه‌یافته در انتخاب گزینه‌های منابع تماین سرمایه مدیری خود با محدودیت‌های اساسی مواج به‌ودره‌اند. از جمله این محدودیت‌ها می‌توان به حاکمیت اقتصاد دنی‌لی و سلب رقابت از واحدهای اقتصادی غیردولتی، عدم توسه‌ی بازار سرمایه و محدود بودن منابع تماین مالی‌اشتار کردن. لذا تماین مالی واحدهای اقتصادی غالبی در انجام مؤسسات مالی و نهادهای اعتباری نظر بانک‌های تجاری قرار داشته‌است. از نظر قانونی نیز، قوانین تجاری متاسب با مشارکت‌های جامعی و زمینی و شفافیت در خصوص فعالیت واحدهای اقتصادی نظارت بر عملکرد شفاف آنها، قانون ورشکستگی، استانداردهای حسابداری و گزارش‌گری مالی و ... وجود نداشته است.

نظام اقتصادی و واحدهای اقتصادی ایران نیز از این محدودیت‌های نارسایی‌ها به‌عنوان مثال، حکت به سمت اقتصاد بازار همراه با توسه‌ی کمی و کمی بازار سرمایه در دو دهه اخیر، رواج انشطار اوراق مشترک به عنوان یکی از منابع تماین مالی، تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی لازم‌الاجرا برای واحدهای اقتصادی و ... فرصتی فراهم نموده است که مدیران مالی شرکت‌های سهامی در انتخاب گزینه‌های منابع تماین مالی برای دست‌یافتن به یک الگوی مطلوب ساختار سرمایه (نسبت به‌دیگر مناسب)، با

1. هاریس و راوی

2. Harris and Raviv
ثبتین الگوی ساختار سرمایه‌های پیشرفت‌های شده در آزادی و جوامع در خصوص حداکثر نرخ نمونه بر روی ساختار سرمایه‌های تولیدی و کمیک بنا به سرمایه‌های تولیدی، عوامل عمومی و متابیت‌های متعدد تأیید می‌شود. مطالعات و تحقیقات جزئی انجام گرفته نشان دهنده این دنباله‌ای است که تاثیرات هر نوع فرضیه‌های اصلی است. در بیشتر سرمایه‌های ایران (که از شرایط محیطی خاص خود برخوردار است) نیز جامعه عمل می‌پوشند یا خیر؟ به عبارت دیگر، آیا الگوی ساختار سرمایه‌های شرکت‌های فعال در بزرگترین سرمایه‌های ایران با الگوی ساختار سرمایه‌های شرکت‌های ایرانی از چه الگویی تبعیت می‌کنند؟ به عبارت دیگر، چه عواملی در تعیین الگوی ساختار سرمایه‌های ایرانی بیشترین نقش را ایفا می‌کنند؟ تحقیق حاضر کوشیدن است الگوی ساختار سرمایه‌های تولیدی پژوهشی جنگید در سالهای پیشین به‌هادار تراریزه نموده و می‌توانیم عوامل مؤثر بر این الگو را بیشترین نماید. لازم به ذکر است که با توجه به ماهیت غیرآزمایشی این تحقیق، منفور از "عوامل مؤثر" عواملی می‌باشد که تفاوت نسبت‌های بدهی/شرکت‌های مختلف مورد بررسی را تشریح می‌کند و ممکن است جزو علل تعیین کننده نسبت‌های بدهی آن‌ها باشد و ممکن است نباشد.

پیشینه تحقیق

برای توجیه عدم انتخاب یک دست درصد شرکت‌ها به استفراها در تأمین مالی مورد نیاز و تشخیص تفاوت نسبت‌های بدهی شرکت‌ها و هم‌چنین تفاوت این نسبت در بین صنایع مختلف، توریه‌ها و فرضیه‌های متعددی ارائه شده است که ژیلا به آنها اشاره می‌شود.
1. تنوری نوازه نامی‌باد. این تنوری بیان می‌کند که مزیت مالیاتی بدهی ارزش شرکت به‌دست دارا و آفرینش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای وعده از ارزش‌های بدهی، ارزش شرکت (به‌دست دار) را کاهش می‌دهد. لذا ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به‌منظور نوازه بین مزیت‌های مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی (ناشی از بدهی) تلقی نمود. از این رو، این دو عامل خشونت‌کننده یک‌دیگر (نوازه مالی و اخراج ناشی از بدهی) به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شود (برایلی و ماچفیز، 1982).

2. فرضیه عدم تقارن اطلاعات. این فرضیه بر این پنداشته که می‌گردد است که مدارزان درباره جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بطور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بسیار از اطلاعات سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در اختیار دارند. به عنوان مثال، ماوریز و ماچفیز (1984) چنین عونان می‌نمایند که اگر سرمایه‌گذاران درباره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را درست قیمت گذاری نکنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروردهای جدید خود را از محل انتشار سهام تأمین مالی کند، ممکن است قیمت گذاری کمتر از واقع بازار به حذف شرکت که سرمایه‌گذاران جدید ارزش یابند از ارزش فعلي خالص بروزه جدید به دست آورند و در نتیجه، سهام‌داران فعلي زیان بینند. بنابراین، در چنین شرایطی ممکن است قیمت گذاری کمتر از قبول و اجرای پروردهای سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلي خالص مبتل به درک کنید (هریس و ریوی، 1991). در چنین شرایطی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند پروردهای سرمایه‌گذاری جدید را از محل منابع داخلی شرکت تأمین کنند. بدین ترتیب از انتشار سهام خودداری نموده و مزیت استثمار آنها را تفاوت بین سرمایه‌گذاری مطلوب و مزیت سود ابزارهای با اندوخته‌ها تعیین می‌کند. اما در صورت عدم تکافو منابع داخلی، برای اجتناب از رفع فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزش‌شناسی، شرکت می‌تواند پروردهای جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت گذاری کمتر از واقع آن در بازار کمتر است، تأمین مالی کند. به عنوان مثال، اوراق قرضه، مشمول قیمت گذاری کمتر از واقع نمی‌شود و بنابراین، به انتشار سهام ارجحیت دارد. ماوریز (1984) از این فاقد به عونان "تنوری سلسله مراتب گراینده‌های تأمین مالی" پای دم کنید.

1. Static Trade-off Theory
2. Information Asymmetry Hypothesis
3. Myers and Majluf
3. تنوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی 1 این تنوری بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معنی‌داری را از طی می‌کنند. شکل گیری این سلسله مراتب، نتیجه‌ای از عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تنوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران، تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به م熬夜 خارج از شرکت ترجیح می‌دهند: علی‌رغم این‌که محل سود انشاپته‌ها اندک‌تره‌ها تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکرده، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم‌رسکت‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق فرضه (استقراض) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشند، دست آخر به انتشار سهام می‌باید.

در این تنوری، بر خلاف تنوری تواناز ثابت یا پایدار، هنگ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف و از قبل تعیین شده‌ای وجود ندارد، زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری در اولویت آخر. از این رو، نسبت بهره هر شرکتی نیازهای انشاپه‌اش آن شرکت برای تأمین مالی خارجی را منعكس می‌سازد (بریلی و مایرز، 1383).

تنوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی بازتاب‌های مهمی به دنیال دارد که از جمله آنها می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

1. برای شرکت‌ها نسبت بدهی به حقوق مالکان باید به صورت واقعی وجود دارد. (راس و دیگران، 2002).
2. شرکت‌های سودآور، کمتر استقراض می‌کنند. (سندرز و مایرز، 1999).
3. شرکت‌ها تمایل به حفظ انباشت و هدایت نقد دارند.

4. تنوری هزینه‌های نمایندگی 3 در این تنوری که برای نخستین بار توسط جنسن و مکلبینگ 4 در سال 1977 ارائه شد، ساختار سرمایه‌گذاری شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منابع بین ذی‌قانان مختلف شرکت تعیین می‌گردد. جنسن و مکلبینگ در جارچوبی و احمد اقتصادی دو نوع تضاد منافع شناسایی می‌کنند: (الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام و (ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارنده‌گان اوراق بدهی شرکت.

1. Pecking Order Theory of Financing Choice
2. Sanders and Myers
3. Agency Costs Theory
4. Jensen and Meckling
بادین ترتیب، به نظر جنس و مکلیگ (۱۹۷۷) می‌توان با ایجاد توافقین بین مراقب حاصل از بدهی و هزینه‌های ناپیداگی به‌دم، به‌یک ساختار مطلوب (بهبه) سرمایه‌های بی‌بدا کرد. از جمله بازنگری‌های این انتظار می‌توان به این موارد اشاره نمود: اول اینکه، انتظار می‌روید وام‌دهندگان در فراری، عدم تحقیق در اثر سرمایه در فعالیت‌های تجاری جدید و غیرمرتب با نجات فعلي و عدم پرداخت سود سهام، برای این‌که می‌گیرندگان قابل شوند. دوم اینکه، به‌نابایی که از سرعت‌های رسید کمتری بروخورداند، برای تأمین مالی مورد نیاز خود، بیشتر، از استقراض استفاده خواهد کرد تا انتشار سهام.

سووم اینکه، شرکت‌هایی که با فرصت‌های رشد انرژی با منفی اما در عین حال از جریان نقده آزاد بیشتر بروخورداند، انتظار می‌روید بهدی زیاد داشته باشد. دارای بودن جریان نقده آزاد زیاد بدون بروخورداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب می‌گردد مدیران در استفاده از مراقب‌های روزه می‌نموده، در راستای تأمین اهداف شخصی برآمده و حتی به زیرسازی حقوق و مراقب‌های بخش از زندگی پرداخت کنند. در نتیجه، افزایش سطح پدیده در ساختار سرمایه‌های جریان نقده آزاد، را کاهش داده و مالکیت مدیران در حقوق مالکانه نهایی شرکت را افزایش می‌دهد.

۱. فرضیه جریان نقده آزاد. از دیگر فرضیه‌هایی که در معماری تحقیق‌هایین سرمایه‌های برآمده و از پشتونه تحصیل‌نشان مناسبی بروخوردار است، فرضیه جریان نقده آزاد می‌باشد که در سال ۱۹۸۲ توسط مایکل جنس معرفی گردید. این فرضیه بیان‌داده می‌باشد اکثر ساختار سرمایه به دنبال دارد. طبق این فرضیه، پرداخت سود سهام به سهامداران، جریان نقده آزاد شرکت‌ها خواهد بود. بنابراین، انتظار می‌روید افزایش در سود سهام پرداختی با کاهش دادن توانایی مدیران در تعقیب اهداف‌های غیرنیازی با منافع سهامداران، متأسفانه سهامداران را افزایش دهد. مضاف به این، نظر به این که بهره و اصل عده جزو تعهدات ثابت شرکت بوده و می‌باشد در مورد مقرر پرداخت گردند، افزایش سطح استقراض نیز جریان نقده آزاد شرکت‌ها خواهد بود. در واقع، اثر بدهی در پیشگیری از اهداف شخصی مدیران، بیشتر از اثر پرداخت سود سهام است. زیرا در صورتی که شرکت در مورد مقرر تعهدات خود را ایفا نکند با مشکل و روشکندگی روبرو خواهد شد؛ در حالی که کاهش یا عدم پرداخت سود سهام، مشکلات کمتری برای مدیران ایجاد می‌کند زیرا شرکت هیچ‌گونه تعهد قانونی مبنی بر پرداخت سود به سهامداران ندارد. از این رو، فرضیه جریان نقده آزاد
بیان می‌دارد از آنجایی که به‌دهی فرصت انتخاب مبنا، شرکت توسط مدیران را کاهش می‌دهد، روی آوردند از سهام به به‌دهی در تامین مبنا مالی، ارزش شرکت را افزایش خواهد داد.

در بیانان می‌توان پیش‌بینی توری ها و فرضیه‌های فوق‌الذکر را به شرح زیر خلاصه کرد:

1. شرکت‌هایی که از سودآوری بالاتری برخوردارند، کمتر به استقراض اتفاق می‌کنند (پیش‌بینی انتوئی سالمه مراتب گزینه‌های تامین مالی و فرضیه عدم تقارن اطلاعات) (مایزر، 1984؛ مایزر و ماجلو، 1984).

2. شرکت‌هایی که با فرصت‌های رشد (سرمایه‌گذاری) انگک بی‌منفی مواجه‌اند، بیشتر به استقراض اتفاق می‌کنند (پیش‌بینی انتوئی هزینه‌های نمایندگی) (جنسن و مکلینگ، 1976).

3. شرکت‌هایی که از جریان نقدهآزید برخوردارند، بیشتر به استقراض اتفاق می‌کنند (پیش‌بینی انتوئی هزینه‌های نمایندگی و فرضیه جریان نقدهآزید) (جنسن، 1986).

4. سناریویی که از رشد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی زیاد برخوردارند، کمتر به استقراض اتفاق می‌کنند (پیش‌بینی انتوئی هزینه‌های نمایندگی و توری سلامت مراتب گزینه‌های تامین مالی) (بریلی و مایزر، 1383).

5. شرکت‌هایی که سود عملیاتی آن‌ها با عدم اطمینان با نوسان زیاد همراه است (به‌عنوان مثال، شرکت‌هایی که در صنایع داروسازی فعالیت می‌کنند) در مقایسه با شرکت‌هایی که سود عملیاتی آن‌ها با قطعیت بیشتر با میانگین کمتر همراه است (به‌عنوان مثال، شرکت‌هایی که در زمینه‌آب بری و گاز فعلیت می‌کنند)، کمتر از استقراض استفاده می‌کنند (پیش‌بینی انتوئی سالمه مراتب گزینه‌های تامین مالی) (استفن راس و دیگران، 2002).

6. شرکت‌هایی که بخش اعظم دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های ثابت مشهور (زمن، ساختنی، ماشین‌آلات و موجودی کالا) تشکیل می‌دهد در مقایسه با شرکت‌هایی که اغلب دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های نامشهود (نریزو انسانی متخصص، دانش فنی انتها و فعالیت‌های تحقیق و توسعه) تشکیل می‌دهد، بیشتر به استقراض اتفاق می‌کنند (راجان و زینگالس، 1995).

1. Rajan and Zingales
7. شرکت‌هایی که در دسترسی نسبتاً آسان به بازارهای سرمایه‌ی با مثابه تأمین مالی، برخورداری از تنوع محصول یا مصونیت بیشتر در قبال هزینه‌های بحران مالی، بیشتر استفاده از اتکا می‌کنند (تیمن و وسلز، 1988) بنابراین، به‌طور کلی، به‌استناد توری و شواد، تجربیات موجود می‌توان باعث مؤثر بر ساختار سرمایه‌ها در سه گروه می‌باشد: جریان به‌زیر طبقه‌بندی نمود (استنفی‌س راس و دیگران، 2002).

• ملاحظات مالیاتی. شرکت‌هایی که سود مشمول مالیات بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود مشمول مالیات کمتری دارند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند.
• نوع دارایی‌های شرکت. شرکت‌هایی که بیشترین دارایی‌های آنها را دارایی‌های نامشوه تشکیل می‌دهد، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند؛ شرکت‌هایی که بیشترین دارایی‌های آنها را دارایی‌های ثابت مشوه تشکیل می‌دهد، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند.
• نوسان سود عملیاتی شرکت. شرکت‌هایی که سود عملیاتی آنها با عدم قطعیت یا نوسان بیشتری همراه است، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند.

مروری بر تحقیقات انجام گرفته در سایر کشورها
بنیادی ترین تحقیق مرتبط با ساختار سرمایه‌ها بعد از ایراد نظرات میلر و مودیلیانی، متعلق به جنس و مکرلینگ (1971) است که با عنوان "توری و اولی" انتقادی به نظر مدیران، بهبهانه‌های نمایندگی و ساختار سرمایه‌ها به بررسی عوامل و دلایل توریک کرده‌اند. انتخاب گروه ساختار سرمایه از دیدگاه توری نماییدگی و تغییر اندازه بین ذی‌فعان متفاوت و اولی انتقادی پرداخته است. در این تحقیق که نتیجه‌گیری بیشتری به یک توری توزیع پایدار ساختار سرمایه اجرایی شده است، بطور یکسان جنس و مکرلینگ، می‌توان با ایجاد توزیع بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی بدهی به یک ساختار مطلوب (به‌هندی) سرمایه‌ی دست پیدا کرد.

تحقیق دیگر متعلق به مایرز و ماجولف (1984) است که به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه‌ی از دیدگاه فرضیه عدم تفاوت اطلاعات پرداخته است. در این تحقیق که با تحقیق مستقل مایرز در همان سال هم‌سیوی دارد، جنب اداشته شده است که در صورت وجود عدم تفاوت اطلاعاتی بین شرکت و بازار سرمایه‌ها، شرکت‌های سودآور، مدافع تأمین مالی داخلی را به مثابه خارجی ترجیح می‌دهند. اما چنانچه به مثابه بیشتری نیاز داشته باشند، ابتدایی به استقراض و در نهایت به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند. مایرز در تحقیق خود (1984) با...

1. Titman and Wessels
عنوان "معمای ساختار سرمایه"، از این قاعده به عنوان "نویز سلسله مراتب گریه‌های تأمین مالی" بیان نمود. پیشینه‌ی این نویز این است که سرمایه‌های سود‌آور در مقایسه با سرمایه‌های غیرسود‌آور، استقراض کمتری می‌کنند و در نتیجه، نسبت به‌دهی به سرمایه‌های آن‌ها پایین‌تر است.

یکی دیگر از تحقیقات بی‌ئادي، تحقیق مشترک تیمس و وسلر (1988) تحت عنوان "برزسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه" است که در آن با استفاده از روش آماری "تحلیل عوامل"، مهم‌ترین عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه‌های از جمله مزایای مالی‌ئی غیر از به‌دهی، رشد شرکت، انحصاری بودن محصولات شرکت، نوع صنعت، نوسان پذیری سود و سودآوری شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه تحقیق این بود که نسبت به‌دهی به سرمایه‌های سودآور شرکت با انحصاری بودن محصولات آن رابطه منفی دارد. همچنین به دلیل کوتاه‌مدت شرکت با اندمازه شرکت رابطه منفی دارد. در این تحقیق، هیچ گونه ارتباط معنی‌داری بین مزایای مالی‌ئی غیر از به‌دهی، نوسان پذیری سود، ارزش ویژه‌ای دارایی‌ها و رشد آنتی شرکت یافت نشد. متعاقب این تحقیق، هریس و روری (1991) در یک مطالعه بی‌ئادي و سبیار جامع به بررسی پیش‌پردازی نیروی خارجی ساختار سرمایه همباز با پیشینه‌های یک از تئوری‌ها و سپس انطباق و یا عدم انطباق شواهد تجربی بسته آمد که بیشترین تأثیر را در این تحقیق توانست ساختار سرمایه را تأیید نکرده است.

یکی دیگر از تحقیقات مرتبط با ساختار سرمایه، تحقیق درود آلن (1993) می‌باشد که به آزمون تجربی نویز سلسله مراتب گریه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه کشور استرالیا برداخته است. در این تحقیق که به بررسی ارتباط ساختار سرمایه 89 شرکت صنعتی و بازار گانی از متغیرهای بی‌رنگی سود‌آوری، نرخ رشد و سیاست تقسیم‌سازی سود به‌ازای سهم پرداخته شده، نتایج حاصله بیشترین نویز سلسله مراتب گریه‌های تأمین مالی را تأیید و پیش‌بینی نویز توانست ثابت ساختار سرمایه را تأیید نکرده است.

جامع تئین و برجستگی‌ترین تحقیق مرتبط با ساختار سرمایه، متعلق به راجان و زینگالس (1995) است که تحت عنوان "دبیرخانه ساختار سرمایه" چه در دانیمون پارسی شواهید نهمیلی به بررسی عوامل تعیین کننده تئوری ساختار سرمایه‌های مورد بررسی تئوری شکسته‌ها و مشترک و خود، ترازانته‌های نمونه و سوییز از شرکت‌های سهامی عام در هفت کشور بزرگ صنعتی دنیا (آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و زایس) را مورد بررسی قرار دادند. آنها ابتدا با استفاده از ارزش‌های دفتری و بازار حقوق

1. Allen D
صارخان سهام، نسبت‌های بدهی‌ها محاسبه کردن اما در عین حال دیافنتد که حاکم بودن اصول و روش‌های حسابداری متفاوت در هر یک از کشورهای مورد مطالعه، مقایسه بذیری نتایج را تا اندیشه‌ها حدشه‌دار می‌سازد؛ لذا اقدام به تعیین نسبت‌های ارزش دفتری و بازار نمودند.

راجان و زینگالس سپس با یکدیگر کد مدل برگر دیسپوری، به بررسی رابطه بین جهار متغیر بی‌ padrای حسابداری (ارزش دارایی‌های ثابت، ارزش بازار به دفتری، لگاریتم فروش و سودآوری) با ساختمان سرمایه شرکت‌های پرداختند.

نتایج این تحقیق نشان داد که اهمیت مالی در هر یک از این کشورها با دو عامل ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری شرکت رابطه منفی و با دو عامل ارزش دارایی‌های ثابت مشهود و اندیشه شرکت رابطه مثبت دارد. لذا با اندکی اغماض می‌توان گفت که عوامل مرتبط با الگوی ساختمان سرمایه در این 7 کشور، به استثنای کشور آلمان، عمومیت دارند.

تحقیق بر جهت تعیین عوامل توزیع با دارد ساختار سرمایه و سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی پرداخته است. نتایج این تحقیق، پیشینه‌های هر دو نتیجه را تأیید می‌کند.

از بقیه تحقیقات انجام گرفته در زمینه ساختار سرمایه‌های تحقیق بیوی و دانولت (2002) تحت عنوان "ساختار سرمایه و عوامل تعیین کننده آن در بازار سرمایه کشور انگلیس" می‌باشد. در این تحقیق، بیان‌های تحقیق راجان و زینگالس (1995) در مورد ساختار سرمایه‌های واحدی و تجاری کشور انگلیس، مورد بررسی مجدد قرار گرفت و حساسیت متغیرهای توصیفی مورد مطالعه راجان و زینگالس به موارد مختلف بهداهن و اندازه‌گیری تمرکز دهنده آن مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بست آمده نشان داد که نتایج تحقیق راجان و زینگالس شدیداً به تعریف اهمیت ارزش دفتری و بازار است. از دیگر پایه‌های این تحقیق این بود که نقش بدهی‌های گروه‌های شرکت در ساختار سرمایه شرکت‌های انگلیسی بسیار حاصل اهمیت است و تجزیه و تحلیل می‌تواند بدهی‌های بلندسازی نشون و در کم محدودی از سازوکارهای دخیل در ساختار مالی شرکت‌ها ارائه می‌کند.


1. Bevan and Danbolt
2. Bhaduri and Saumitra
همان گونه که ملاحظه می‌شود، اغلب این تحقیقات به کشورهای برخوردار از بازار سرمایه نوسازی یافته، محدود بوده است و در کشورهای قافل بازار سرمایه تکوین یافته، نظر ایران، موضوعات مرتبط با ساختمان سرمایه‌های سبک به‌ویژه ندارد. لذا به نظر می‌رسد همین موضوع بر اهمیت انجام این تحقیق در این برهه زمانی، در راستای شناسایی رفتار واحدهای اقتصادی فعال در بازار سرمایه ایران و اگرگوی ساختار سرمایه حاکم بر آنها، صحة می‌گذارد.

روش تحقیق

بر اساس مطالعه ادبیات موضوع و پیشنهاد تحقیق، در کشورهایی که بازار سرمایه فعل و توسعه یافته‌تر از بازار سرمایه نویای ایران دارند، عوامل جدی‌گانهی به عوامل عوامل مؤثر بر الگوی مطلوب ساختار سرمایه‌های شرکت‌ها موردنظر شناسایی قرار گرفته‌اند. با الهام از این مطالعات و با توجه به زمینه‌ها و ضرورت موضوع هر یک از این عوامل در تاثیر این گذاری بر ساختار سرمایه در بین کشورهای مختلف و هم‌چنین بررسی مقدماتی در ساختار سرمایه‌های عضو پورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر در نظر گرفته شدند:

فرضیه اول: بین نسبت بدهی (اهرم مالی) شرکت و سودآوری آن، رابطه مثبت معنی‌دار و وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نسبت بدهی (اهرم مالی) شرکت و فرصت‌های رشد آن، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت بدهی (اهرم مالی) شرکت و میزان دارایی‌های ثابت مشهود آن، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نسبت بدهی (اهرم مالی) شرکت و حجم فروش آن، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد.

به نظر راجان و زینگالس، تعریف "نسبت بدهی با اهرم" به‌عنوان یک متغیر بسیار آسان، در تحقیقات ساختار سرمایه از اهمیت به‌سزایی برخوردار است و انتخاب معیار مناسب برای سنجش آن، به هدف تحقیق توسطی در داد (راجان و زینگالس، 1995، ص 142). بنابراین، ضروری است قبل از پرداختن به عوامل مؤثر بر نسبت بدهی با اهرم مالی، ابتدا معیار اهرم با نسبت بدهی تعریف و مشخص گردد. با در نظر گرفتن این موضوع، در این تحقیق از 4 معیار برای اندازه‌گیری "اهرم مالی یا نسبت بدهی" استفاده گردید که هر یک بر دو مبایه

1. Pilot Study
شماره 16 - یوپیپر و زمستان 1382

ارزش دفتری (BV) و ارزش بازار (MV) مورد اندیشه گیری قرار گرفتند. منظور از ارزش بازار، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در نسبت به‌دهی است. از این‌رو، معیارهای اندیشه گیری اهرم در این تحقیق به شرح زیر تعیین گردیده‌اند:

۱- نسبت به‌دهی‌های غیرباوری‌هایی به کل دارایی‌ها:


tabular

(BV1)

<table>
<thead>
<tr>
<th>اعتبارات نجاری + کل به‌دهی بلندمدت</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>کل دارایی‌ها</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(MV1)

<table>
<thead>
<tr>
<th>ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - کل دارایی‌ها</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>نسبت کل به‌دهی به کل دارایی‌ها</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(BV2)

<table>
<thead>
<tr>
<th>کل به‌دهی</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>کل دارایی‌ها</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(MV2)

<table>
<thead>
<tr>
<th>ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - کل دارایی‌ها</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>نسبت کل به‌دهی به کل سرمایه</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(BV3)

<table>
<thead>
<tr>
<th>ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام + کل به‌دهی</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>کل به‌دهی</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(MV3)

<table>
<thead>
<tr>
<th>ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + کل به‌دهی</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>نسبت به‌دهی تعديل شده به سرمایه تعديل شده</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(BV4)

<table>
<thead>
<tr>
<th>اوراق بهادار سرمایه‌های - وجه نقد - کل به‌دهی</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>اوراق بهادار سرمایه‌های - وجه نقد - حقوق صاحبان سهام + کل به‌دهی</td>
</tr>
</tbody>
</table>


(MV4)

<table>
<thead>
<tr>
<th>اوراق بهادار سرمایه‌های - وجه نقد - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + کل به‌دهی</th>
</tr>
</thead>
</table>
تیپنگ انگریزی ساختار سرمایه شرکت‌های یکپارچه شده در...

همان‌گونه که قبل از گفته شد، در انتخاب متغیرهای توضیحی ساختار سرمایه، در بین پژوهش گران وحدت نظر کامل وجود ندارد (تیمین و وسلر، 1988؛ هریس و روم، 1991). با این حال، در این تحقیق با اظهار نظر راجان و زیگنالس (1995) و بیون و دانبولت (2002)، از بین عوامل متعدد مورد اشاره، چهار عامل: سودآوری شرکت، فرصت‌های رشد یا سرمایه‌گذاری شرکت، میزان درآمدی های ثابت مشهور (ارزش دارایی‌های ویژه‌ای شرکت) و حجم فروش شرکت، به عنوان متغیرهای توضیحی (مستقل) ساختار سرمایه انتخاب گردیدند. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، هر چهار متغیر توضیحی از خصوصیات مشاهده‌نابی‌تر با متغیرهای کیفی در سطح واحدهای اقتصادی به شمار می‌روند، لذا برای سنجش اثر هر یک از آن‌ها ضرورتی از متغیر جایگزین آن‌ها استفاده می‌شود. بنابراین، متغیرهای توضیحی به شرح زیر تعریف گردیدند:

1. سودآوری: که برابر اندازه‌گیری از اینکه آن از متغیر جایگزین "نسبت سود قبل از بهره" مالیات و استهلاک‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده گردیده‌اند.

2. فرصت‌های رشد، که برابر اندازه‌گیری آن از متغیر جایگزین "نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کل دارایی‌ها" استفاده گردیده است.

3. میزان درآمدی‌های ثابت مشهور، که برابر اندازه‌گیری آن از "نسبت ارزش دفتری دارایی‌های ثابت مشهور به کل دارایی‌ها" استفاده می‌شود.

4. MBR در مدل رگرسیون، برابر متغیر فرصت‌های رشد از نماد استفاده گردیده است.

5. Tang در مدل رگرسیون، برابر متغیر میزان دارایی‌های ثابت مشهور از نماد استفاده گردیده است.

1. Surrogate and /or Proxy
روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این تحقیق از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی سالانه (ترازناهما، صورت سود و زیان، صورت سود و زیان انباشت و صورت جریان های نقدی) شرکت‌های غیرمالی متنبّه در فرم‌ریز زمانی تحقیق و قیمت پایان سال مورد نظر استخراج گردید. فرم‌ریز زمانی تحقیق، بیک دوره 4 ساله انتخاب گردید که از انتهای سال مالی 1381 آغاز و به انتهای سال مالی 1384 پایان می‌یافت. جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های غیرمالی (تولیدی، توزیع‌دهنده) در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از انتهای سال‌های 1377 و 1378 لایحه انتخاب سال 1381 (شامل 125 شرکت) بوده است. نمونه‌برداری بر اساس قاعده Filtering Technique به مبنای سه معیار انتخاب گردید که این سه معیار عبارت بودند از:

1. اطلاعات کامل و تفصیل صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها هر یک از شرکت‌ها همراه با قیمت بازار سهم در پایان سال مر oltre به شتاب بورس تهران در دوره 4 ساله مورد بررسی (1377-1381) موجود باشد.
2. هر یک از شرکت‌های مورد بررسی، سابقه عضویت سه سال قبل از آغاز دوره تحقیق را دارا باشند.
3. وقایعی فراوانی از سه ماه در انجام معاملات سهم شرکت وجود نداشته باشد.

شایان ذکر است که در انتخاب تعداد شرکت‌های نمونه، کلیه شرکت‌های غیرمالی و کلیه شرکت‌های فرعی دارای سهامداران ماکمل بیش از 50 درصد از جامعه آماری حذف گردیدند تا امکان مقایسه پذیری و تعمیم‌پذیری نتایج افزایش یابد.

در ادبیات مالی، برای آزمون تجربی، ترکیبی و فرضیه‌های مرتبط با ساختار سرمایه‌ای دو رویکرد کلیاً متفاوت استفاده می‌شود (کوپلند و وستون، 1992، ص 517). رویکرد اول، تحقیقات مبتنی بر تجزیه و تحلیل مقطعی آمیزی باشنده که می‌کوشند اهمیت مالی با نسبت به‌دیگر شرکت‌ها به عنوان تابعی از عواملی نظیر رنگ مالی‌ها بر درآمد، مزایای مالی‌ها غیر از به‌دیگر نوسان بانکی دارای اهمیت عملیاتی، رسک سیستمیک، فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری، میزان دارایی‌های ثابت مشهود، اندمازه شرکت، هزینه‌های ناماینده‌گی و ... تشريح کنند. در این

1. Cross-Sectional Studies
تحقیقات، اثر تفاضلی هر یک از متغیرهای مد نظر بر اهرم مالی می‌تواند به تشخیص توان تشریح با پیشروی کردن یا افزایش‌های یا مثبت ساختار سرمایه‌گذاری کمک کند. روبروی این مطالعاتی دوم به اطلاعات مبتنی بر سری زمانی است که به بررسی رابطه بین تغییرات امیر و تغییرات همبستگی ارزش برده و سهم در تاریخ اعلام خبر ویداد مؤثر بر اهرم مالی شرکت می‌پردازد.

با توجه به ماهیت این تحقیق و اطلاعات مورد نیاز آن، تحقیق حاضر از نوع روشک مقطعی بوده و به بررسی درجه همبستگی بین متغیرهای وابسته و مستقل (توضیحی) تحقیق پرداخته است. با توجه به فرضیات تحقیق، برای سنجش میزان ارتباط با درجه همبستگی متغیرهای وابسته و توضیحی مورد نظر، مدل رگرسیون زیر برآورده گردیده است:

\[ \text{Leverage} = \alpha + \beta_1 \text{EBITD}_t + \beta_2 \text{MBR}_t + \beta_3 \text{Tang}_t + \beta_4 \text{LnS}_t + \epsilon_t \]

که در آن، \( \beta_1 \) یک ضریب از شرکت‌های مورد بررسی و 0.4 بانگر میانگین سه سال قبل هر یک از متغیرهای توضیحی می‌باشد. شایان ذکر است که در مدل فوق، اهرم مالی (نسبت بدهی) بر مبنای هر دو معیار ارزش دفتری و ارزش بارز و هر یک از متغیرهای توضیحی بر مبنای میانگین سه ساله, (137-138 و 138-137 مورد آزمون قرار گرفته است. سپس، بر اساس نتایج حاصله، اهرم مالی (نسبت بدهی) سال 1381 برآورده گردیده است. همچنین در برآورده ضرایب رگرسیون، از مدل OLS استفاده گردیده است.

تجزیه و تحلیل نتایج

در گام اول، برای کسب شناخت کلی از وضعیت نسبت بدهی و در توجه به ساختار سرمایه‌‌گذاری شرکت‌ها، هر یک از نسبت‌های بدهی بر مبنای هر دو معیار ارزش دفتری و ارزش بارز، برای کل نمونه مورد بررسی محاسبه گردید. خلاصه نتایج این محاسبه در نگاه شماره (1) ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، نسبت بدهی با توجه به معیار اتخاذ شده برای انتخاب گیری بدهی‌ها اهرم مالی، به طور قابل توجهی با یکدیگر متفاوت است.

1. Time Series Analysis

2. شایان ذکر است که در بررسی نسبت‌های بدهی شرکت‌ها، معلوم گردید که نسبت قابل توجهی از منابع بندی‌شده‌ی شرکت‌ها در ذخیره‌سازی بانک و تأمین مالی بازنشستگی که به طبقت ملاحظه‌بودن (به غیر از 12 درصد) و بندی‌بندی این منابع به‌پایین‌ترین معیار سرمایه‌گذاری به‌عنوان نرخ تبدیل بر حسب بازده قابل قبول برای برآورده توجهی می‌گیرد در خصوص قبول یا رد بر پژوهش سرمایه‌های بین‌المللی این منبع از حساباب یا در محاسبات اعمال شود.
### نگاهی اولیه

#### متفقین

<table>
<thead>
<tr>
<th>متغیر</th>
<th>نسبت</th>
<th>میانگین</th>
<th>میانه</th>
<th>مشاهده</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>ارزش‌های دانلدری</strong>:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>بدهی‌های غیرسرمایه‌ای به کل دارای‌ها</td>
<td>BV1</td>
<td>0/37</td>
<td>0/36</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>کل بدهی به کل دارای‌ها</td>
<td>BV2</td>
<td>0/25</td>
<td>0/25</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>کل بدهی به کل سرمایه‌های بدهی تعیین‌شده به سرمایه تعیین‌شده</td>
<td>BV3</td>
<td>0/18</td>
<td>0/18</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>بدهی تعیین‌شده به سرمایه تعیین‌شده</td>
<td>BV4</td>
<td>0/12</td>
<td>0/12</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>ارزش‌های بازار</strong>:</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>بدهی‌های غیرسرمایه‌ای به کل دارای‌ها</td>
<td>MV1</td>
<td>0/31</td>
<td>0/32</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>کل بدهی به کل دارای‌ها</td>
<td>MV2</td>
<td>0/19</td>
<td>0/21</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>کل بدهی به کل سرمایه‌های بدهی تعیین‌شده به سرمایه تعیین‌شده</td>
<td>MV3</td>
<td>0/16</td>
<td>0/18</td>
<td>158</td>
</tr>
<tr>
<td>بدهی تعیین‌شده به سرمایه تعیین‌شده</td>
<td>MV4</td>
<td>0/14</td>
<td>0/14</td>
<td>158</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### جدول 1

نتایج تجزیه و تحلیل مقطعی نسبت بدهی در بانک‌های ایران سال 1381

<table>
<thead>
<tr>
<th>D.M.</th>
<th>Constant</th>
<th>EBITD</th>
<th>MBR</th>
<th>Tang.</th>
<th>LnS</th>
<th>Adj. R²</th>
<th>F-STAT</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Panel A: Book Values</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>BV1</td>
<td>/44 *</td>
<td>/86 *</td>
<td>-/2 *</td>
<td>0/2 *</td>
<td>0/13</td>
<td>/115</td>
<td>41/18 *</td>
</tr>
<tr>
<td>BV2</td>
<td>/16 *</td>
<td>/99 *</td>
<td>-/3 *</td>
<td>+/7 *</td>
<td>0/12</td>
<td>/100</td>
<td>24/23 *</td>
</tr>
<tr>
<td>BV3</td>
<td>/16 **</td>
<td>/60 *</td>
<td>+/3 *</td>
<td>0/11 *</td>
<td>0/8</td>
<td>/11</td>
<td>31/12 *</td>
</tr>
<tr>
<td>BV4</td>
<td>/19 *</td>
<td>/56 *</td>
<td>-/7 *</td>
<td>/14 *</td>
<td>0/8</td>
<td>/11</td>
<td>19/30 *</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Panel B: Market Values</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>MV1</td>
<td>/88 *</td>
<td>/32 *</td>
<td>-/11 *</td>
<td>0/22</td>
<td>0/13</td>
<td>/166</td>
<td>72/11 *</td>
</tr>
<tr>
<td>MV2</td>
<td>/34 *</td>
<td>/56 *</td>
<td>-/14 *</td>
<td>0/18</td>
<td>0/3</td>
<td>/106</td>
<td>00/8 *</td>
</tr>
<tr>
<td>MV3</td>
<td>/54 *</td>
<td>-/20 *</td>
<td>+/9 *</td>
<td>0/24</td>
<td>0/10</td>
<td>/10</td>
<td>30/78 *</td>
</tr>
<tr>
<td>MV4</td>
<td>/33 *</td>
<td>/59 *</td>
<td>-/6 *</td>
<td>0/13</td>
<td>0/10</td>
<td>/11</td>
<td>28/33 *</td>
</tr>
</tbody>
</table>
 krist گونه‌ی که مشاهده می‌شود، در اغلب موارد بین متغیرهای مورد مطالعه و نسبت به‌دهی یا اهمیت مالی رابطه‌بندی و نپیش بسته آن‌ها است. ذیلاً به تجزیه و تحلیل دلایل احتمالی این نتایج پرداخته می‌شود.

سوداوری شرکت (EBITD)، برای سلسله مراتب گزارش‌های تأمین مالی و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی هر دو چنین پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌هایی که از سودآری بالاتری برخوردارند، کمتر به استقراض اتکا می‌کنند. فرضیه اول این تحقیق نیز بر این اساس اتخاذ شد. اما برخلاف انتظار، در این تحقیق بین سوداوری شرکت و نسبت به‌دهی آن، رابطه منفی مشاهده نشد. بدین ترتیب، بر اساس نتایج حاصل در تغییرات شماره (2)، فرضیه اول این تحقیق تأیید نمی‌شود. تأیید فرضیه اول، پیش‌بینی نتایج سلسله مراتب گزارش‌های تأمین مالی و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید می‌کرد. حال آن که، نتایج تحقیق رابطه بین نسبت به‌دهی و سوداوری شرکت را در اغلب موارد (غير از دو مورد) مثبت گزارش می‌کند. این یافته برخلاف یافته‌های گزارش‌شناسی در تحقیقات مشابه نظر وسلز و تیم (1988)، هربر و روور (1991)، راجان و زینگالس (1995) یون و دانبلت (2002) می‌باشد.

در توجه رابطه مثبت بین نسبت به‌دهی و سوداوری در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهداشت تهران می‌توان چنین استدلال کرد که ممکن است شرکت‌هایی که سودآورترند، به‌علاوه توانایی در بازار مبتنی بر موقعیت تغییرات ناشی از به‌دهی‌ها بهبود می‌توانند نظر اعتماد اعتباردان‌ها را در دریافت تسهیلات مالی بلندمدت جلب کنند. متفاوت اعتمادهندگان نیز به اثکی و وضعیت مطلوب سودآری شرکت، در اعطای اعتبار برآورد آن زیاد سخت گیری نمی‌کنند.

ارزش پاژار به دفتری دارای‌ها (MBR)، ادبیات مالی مؤید این است که شرکت‌هایی که نسبت ارزش پاژار به دفتری بالاتری دارند، هزینه‌ای بحران مالی آن‌ها نیز پیش‌تر است. در نتیجه، انتظار می‌رود بین نسبت ارزش پاژار به دفتری دارای‌ها شرکت و نسبت به‌دهی آن رابطه منفی وجود داشته باشد. این ممکن است دلایل دیگری نیز برای این رابطه منفی وجود داشته باشد. به عنوان مثال، ممکن است سهام شرکت‌هایی که با بحران مالی مواجه هستند (شرکت‌هایی که اهمیت بالاتری دارند)، با نرخ پاژار مورد انتظار بالاتری توسط سرمایه‌گذاران تنزلی شوند (فاما و فرنکر، 1992). اگر این دلیل، دلیل معتبر باشد، انتظار می‌رود این رابطه منفی عمداً در شرکت‌های ملاحظه شود که از نسبت ارزش پاژار به دفتری با پایین‌تری برخوردارند. اما در واقع، به نظر می‌رسد همبستگی منفی بین ارزش پاژار به دفتری و نسبت

1. Fama and French
بذهی در شرکت هایی که از نسبت ارزش بازار به دفتری بالاتری برخوردارند در مقایسه با شرکت هایی که از نسبت ارزش بازار به دفتری پایین تری برخوردارند، ممکن است. در اینجا، بحران مالی تنها دلیل توجهی کندن این همیزشگی به نظر نمی رسد. به هر صورت، نتایج بدست آمده از مدل رگرسیون در نگاره شماره (3)، نتایج ضد و تقيیمی را گزارش می کند. در نتیجه در تأیید فرضیه دوم این تحقیق می باستی به سطح معنی دار بودن ضرایب متغیرها توجه خاص اعمال گردید.

میزان دارایی های ثابت مشهود (Tang)، همان گونه که انتظار می رفت، بین میزان دارایی های ثابت مشهود شرکت و نسبت بدهی آن، رابطه مثبت وجود دارد. منطقه زیرنیای این رابطه نیز این است که، دارایی های ثابت مشهود شرکت، ارزش و ثبیت ای و دارد و در نتیجه، هزینه های نمایندگی استقراض را کاهش می دهد. لذا انتظار می روید که شرکت هایی که از دارایی های ثابت مشهود و ارزش و ثبیت ای برخوردارند، در تأمین مالی مورد نیاز استقراض را به انتشار سهام ترجیح دهند. نتایج فرضیه تأیید می شود.

حجم فروش شرکت (LnS) همان گونه که در نگاره شماره (4) ملاحظه می شود، حجم فروش شرکت با نسبت بدهی رابطه مثبت دارد. این رابطه، فرضیه چهارم تحقیق را تأیید می کند. اما در عین حال، وجود رابطه مثبت بین حجم فروش شرکت و نسبت بدهی با پیشینی هیچ کدام از تئوریها یا فرضیه های ساختار سرمایه سازگاری ندارد. منطقاً می توان چنین استدلال کرد که، در شرکت های بزرگ، منطقه می آمیزه شرکت های کوچک، عدم تفاوت اطلاعاتی بین مداریان شرکت و بازار سرمایه کمتر است. بنابراین، انتظار می رود که شرکت های بزرگ در انتشار سهام به مشکل چند موادی پاسخگو و در نتیجه از بدهی کمتری استفاده نمایند. با این حال، نتایج حاصله مؤید است که نسبت بدهی شرکت با حجم فروش شرکت با نسبت بدهی، رابطه مثبت نیست، بلکه شرکت های با حجم فروش بالا در مقایسه با شرکت های با حجم فروش کم، سهام بیشتری در مقایسه با استقراض، منتشر نمی کنند. اگرچه، تصویر بر این است که، شرکت های با حجم فروش بالا به دلیل دسترسی نسبتاً آسان به بازارهای سرمایه دارای مختلف تأمین مالی و همچنین برخورداری از مزایای نوع مخصص که می تواند (تیم و وسلز 1988) به نظر می رسد این قاعده در مورد شرکت های پذیرفته شده و به دیگر اوراق بهداشت اثر نشان داده باشد. در هر حال، به نظر می رسد واقعیت کننده می باشد بر رابطه مثبت بین حجم فروش شرکت و نسبت بدهی وجود ندارد.

همان گونه که ملاحظه شد، یافته های تحقیق، بر خلاف انتظار، پیش بینی نتوری سلسه مراتب گزینه های تأمین مالی را تأیید نکرده. برای بررسی بیشتر در دلایل این موضوع، در ادامه تحقیق، با استفاده از اطلاعات مندرج در گزارش فعالیت هیأت مدیره به مجموع عمومی عادی
و فوق العادة ساحبان سهام، شرکت‌هایی که اقدام به افزایش سرمایه کرده بودند همراه با

ثبت‌این مالی آلما مورد شناسایی قرار گرفت. نتایج این بررسی در نگاره شماره (۳)

گزارش شده است.

نتایج ۳. منابع تأمین مالی شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند (۶۸ شرکت)

<table>
<thead>
<tr>
<th>منبع تأمین مالی</th>
<th>تعداد شرکت‌ها</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>اندوخته‌ها و سود تابعه‌ها</td>
<td>۸۸</td>
</tr>
<tr>
<td>تسهیلات مالی باپناها / استقراض</td>
<td>۷۵</td>
</tr>
<tr>
<td>آورده تقدیم و مطالبات حال شرکت‌های دیگر</td>
<td>۴۴</td>
</tr>
</tbody>
</table>

هسیان گونه که مشاهده می‌شود، شرکت‌های مورد مطالعه (۶۸ شرکت) در تأمین منابع
مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را طی کرده‌اند. بنابراین، نتایج
بندست آن‌ها از برآورده‌گردی‌های با واقعیت‌ها موجود انطباق کامل ندارد. از این
علاوه، می‌توان به سودار بودن داده‌ها یا کوتاه بودن قلمرو زمانی تحقیق و تعداد نمونه مورد
مطالعه اشاره کرد. هم چنین، در این میان تأثیر صنعت را نمی‌توان از نظر دور نگه داشت.

نتیجه گیری و پیشنهادها

میلر و مودی‌لیانی معتقدند که تحت مفروضات خاصی، ارزش یک واحد اقتصادی، مستقل از
ساختار سرمایه آن است. به عبارت دیگر، به نظر میلر و مودی‌لیانی، مدیران نمی‌توانند صرف‌ا
ايجاد تغییر در تركیب منابع تأمین مالی شرکت، ارزش شرکت را تغییر دهند. به اعتقاد میلر و
مودی‌لیانی، با فرض این که بازارهای سرمایه به وظایف اصلی خود عمل کنند و هیچ گونه
هزینه مربوط به معاملات اوراق بهادار، هزینه‌های ورشکستگی و مالیات و وجود نداشته باشد و
هم چنین با فرض جایگزینی کامل منابع تأمین مالی داخلی با خارجی، روش تأمین مالی هیچ
تأثیری در کل ارزش شرکت نخواهد گذاشت. اما متأسفانه در دنیای واقعی هیچ یک از
مفروضات آرمانی میلر و مودی‌لیانی جامعه عمل نمی‌پوشند. مضافاً این که، شرکت‌ها در
دسترسی به منابع تأمین مالی خارج از شرکت با محدودیت‌های دست به گرفتن و هزینه‌های
منابع مختلف تأمین مالی خارجی با یکدیگر متفاوتند. تحت این شرایط، شرکت‌ها تلاش
می‌کنند از انتخاب سطح مناسبی از بدی و سهام در تركیب منابع تأمین مالی، به یک ساختار
محلی و سرمایه دست یافته کنند. بنابراین، به نظر می‌رسد ساختار سرمایه‌ای ارزش شرکت
ارتباط دارد.
شواهد حاصل از این تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرماهای شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران عمداً به‌عنوان مسئولیت متقاضی‌های نظر می‌زند. داراپی‌های ثابت شرکت (داراپی‌هایی که ارزش و ثبتنی‌های داشته‌اند) حجم فروش شرکت و سودآوری آن می‌باشند. به‌عنوان دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که از لحاظ حجم فروش (خواه از لحاظ داراپی‌ها و خواه از لحاظ درآمد فروشی) بزرگ‌ترند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند. شاید دلیل اصلی این موضوع نیز در دسترسی آسان آن‌ها به منابع مالی بانک‌ها یا بازار سرمایه به‌شمارد. مضافاً این که به نظر می‌رسد عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌های بزرگ و بازار سرمایه، کم‌رگنگ‌تر از شرکت‌های کوچک‌تر می‌باشد. همچنین، بر اساس شواهد بسته‌آمده و در این تحقیق، در بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌هایی که از داراپی‌های ثابت با داراپی‌هایی که ارزش و ثبتنی‌های داشته‌اند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند، این موضوع نیز در دسترسی سهل وصول این قبیل شرکت‌ها به منابع مالی بانک‌ها باشد.

با این حال، نتایج این تحقیق، پیش‌بینی‌های توری سلسه مراتب گزینه‌های ثامن مالی‌ها و فرصتهای عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند. نتایج حاصل از گرایشات بانک‌های بورس اوراق بهادار تهران، وجود رابطه مثبت معنی‌دار بین سودآوری شرکت و نسبت به‌دهی آن است. این یافته با پیش‌بینی‌های نظری توازن ثابت با پایدار ساختار سرمایه که باید به کنترل شرکت‌ها نسبت به‌دهی بهدید و از قبیل تغییر شدیدی را دنبال می‌کند، مطابق دارد. به‌طور دیگر، شواهد بسته‌آمده از آن‌ها این تحقیق نشان دهنده این است که شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسه مراتب گزینه‌های ثامن مالی‌ها را طی نمی‌کنند. حال آن که به نظر می‌رسد در واقعیت، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، توانایی مالی مورد نیاز خود را انتداز محل سود انباه و پایداری تأمین می‌کنند؛ اگر منابع داخلی، تکافو نکرد. به‌استقراء (تسهیلات بانکی) با انتشار اوراق بدهی) متوسل می‌شود؛ و در نهایت، اگر به منابع مالی پیش‌بینی نیاز داشته باشند، تاکید بر افزایش سرمایه‌ها از محل انتشار سهام جدید (آوردز فردی) و مطالبات حالت‌های صاحبان سهام (پنی‌های برون‌بردی). با اراین، این شواهد تحقیق با واقعیت‌ها موجود انطباق کامل ندارد. از دلایل احتمالی این تناقض می‌توان به سودآور بودن داده‌ها یا کوتاه بودن قلمرو و زمانی تحقیق و تعداد نمونه شرکت‌های مورد بررسی اشاره کرد. در این میان نباید تأثیر صنف‌های در توجه بشود به‌خسی از این تناقض، از نظر دور نگه داشته. مضافاً این که نخست باید توجه توجه در اقتصادی تأثیر آن بر اطلاعات متنوع در صورت‌های مالی و در نتیجه نسبت‌های مالی متجمد از آن‌ها به طور ختم در شکل گیری نتایج
متنافض این تحقیق یک تأثیر نبوده است; بنابراین در تعمیم نتایج این تحقیق می‌باشیم به دو عامل "تأثیر صنعت" و "نرخ نورم"، توجه کافی مبذول گردد. از دیگر۱۳۲۱ باید هر یک این تحقیق این بود که، بخش نسبتاً قابل توجهی از ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران را ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان شرکت تشکیل می‌دهد. بنابراین، در محاسبه هزینه شرکت به‌عنوان نرخ توزیع‌یا حداقل نرخ بارده قبول برای قبول یا رد پروژه‌های سرمایه‌گذاری بنشهادی، می‌باشیم به‌نهی این منبع‌های مالی را نیز در محاسبات لحاظ کرد.

پیشنهاد می‌شود محققین در آینده، بسیاری‌هایی در نظر گرفته ساختار سرمایه‌ها بر حسب صنایع مختلف مورد آزمون تجربی قرار دهند. همچنین رابطه بین اهمیت مالی از لحاظ کوتنا و بی‌بندیدن بودن آن در ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را از منظر ریسک و بازده مورد بررسی قرار دهند. بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با نوع محصولات/محصولات شرکت و احصایی بودن آن در بازار، و همچنین بررسی رابطه بین سطح مالیت مدیران در شرکت و اهمیت مالی شرکت، از دیگر موضوعات جالب قابل بررسی در این مقاله می‌باشند.
منابع

برایی، ریچارد و مایرز، استیوارت (1383). مدیریت مالی (جلد اول)، ترجمه و اقتباس سعید باقرزاده. تهران: انتشارات زورین کوب.


